الجمهورية الجزائرية الديموقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي بغرداية

الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التيسير

بعنوان

الاقتصاد الإسلامي ، الواقع ورهانات المستقبل

يومي 23 و24 فيفري 2011

المحور الأساسي

السوق المالية الإسلامية

عنوان البحث المقدم

كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

اعداد

د. عبدالله ابراهيم نزال

أستاذ مساعد

جامعة الزرقاء

nazzalacademy@yahoo.com

0788879903

2011/1/5

ملخص البحث

هدفت الدراسة لبحث كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي بما يتناسب مع اختلافها عــن التسعير في السوق المالية التقليدية القائم على مفهوم القيمة الزمنية للنقود، وقد جاء في النتائج أنّ التسعير في السوق المالي الإسلامي يرتبط بمفهوم العائد الشرعي، إضافة لمراعاة الضوابط الشرعية لصيغة العقد الــذي تتضمنه الورقة المالية، والذي يظهر من خلالها تغيرات قيمة الأصول، وهذا سبب كفاءة التسعير في الــسوق المالية الإسلامية، وتم التوصية بتوجيه الدراسات في هذا الاتجاه بدلا من تقديم المعلومات وفق مؤشرات مالية تعتمدها هيئة رقابة سوق المال والتي يمكن أن تضلل بالسياسة المحاسبية المعتمدة أو معاييرها المتعددة.

كلمات مفتاحية: سوق مالي إسلامي– تسعير الأوراق المالية – كفاءة تسعير الأوراق المالية.

Abstract

The purpose of the present study is to identify differences between Efficiently Priced Islamic Security Market and Tradition Security Market. In conclusion, the study found out that Sharia discipline affects on security up to its assets Islamic refunds, because it is real investment, Finally, the researcher recommended to control studies to concentrate on this result rather than collecting information up to traditional financial index which affected by accounting policies and many standers, that lead to mistakes.

Key words: *Islamic Security Market- Islamic Security Market Pricing- Efficiently Priced Islamic Security Market.*

المقدمة

يبحث مفهوم كفاءة التسعير في السوق المالي: والذي يمثل سرعة تحرك الأسعار تبعا للمعلومات المتداولة في السوق المتوفرة والجديدة[1]، فأي تغير في هذه المعلومات يجب أن ينعكس في تغيير سعر الأوراق المالية سريعا، وهذا سينعكس على التغير في أسعار أسهم وصكوك (سندات) الشركة تبعا للتغيرات في الشركة أو القطاع الذي تعمل به، أو القطاع المرتبط به، أو حتى في التغيرات على مستوى الدولة التي تعمل بها، وهنا يظهر مدى كفاءة الشركة في تقييم مستوى تمويل مشاريعها باعتماد طرح الأسهم أو الصكوك إضافة لإمكانية الشركة استغلال أنواع الصكوك المختلفة أو الأسهم المختلفة بما يتحقق مع مصلحتها باختيار أفضل طرق التمويل من حيث الأقل تكلفة والأقل مخاطرة، وهذا في مجمله يؤثر في نجاح الشركة الذي ينعكس ارتفاع قيمة أوراقها المالية المطروحة في السوق المالي، ويظهر هنا مدى كفاءة السوق في عكس صحة السعر للورقة المالية على المضارب بقصد تملكها لفترات قصير الأجل يحقق من خلالها أرباحا إضافية تبعا لزيادة الطلب على الأوراق المالية، وقد تتملك شركات أخرى هذه الأوراق بقصد تمويل أصولها المتداولة حيث يمكنها من تحقيق ربح قصير الأجل، كما يمكنها من تحقيق الحصول على السيولة السريعة للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل حيث يسهل بيعها في السوق المالي، ومن ناحية أخرى فانّ بعض الشركات

---

[1] إلا أن الواقع يظهر أنّ هذه الكفاءة توجب توفر المعلومات التاريخية عن الشركة والتي توضح مدى التغيرات فيها خلال السنوات، وكذلك يجب توفر معلومات تفرضها هيئة الرقابة في السوق والتي تكون منشورة وتوضح مدى تحقيقها المعايير المفروضة للتداول في السوق، كما يفترض توفر المعلومات الخاصة بالشركة كالتغيرات في الإدارات أو مستوى خبرات العاملين أو مستوى الحوافز أو غيرها من المعلومات التي تؤثر في ربح الشركة أو خسارتها، وإذا توفرت جميع هذه المعلومات، فانه لا يمكن أن تتحقق عوائد غير اعتيادية باستخدام الإشاعة.

تتعمد شراء عدد من الأوراق المالية بمخاطر متنوعة ولشركات مختلفة بقصد بناء ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية، والتي تستطيع من خلالها تحقيق الأرباح.

وتظهر مشكلة الدراسة: في كيفية تحقيق كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي باعتبار أنها حديثة على الساحة في الوقت الذي لا يمكن الوصول إليها في الأسواق المالية التقليدية المعتاد التعامل بها، والتي تحملت آثار الأزمة المالية، ثم أدت للدخول في الأزمة على المستوى الاقتصادي ودخول الدول في مرحلة الكساد نظرا لانخفاض مستوى حجم الاستثمارات في الدول وبالتالي ارتفاع البطالة وانخفاض الدخل، ولتوضيح المشكلة يطرح السؤالان التاليان:

أ- هل يوجد اختلاف في العوامل المؤثرة في تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي والسوق المالي التقليدي؟

ب- ما الذي يميز كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي عن تسعير الأوراق المالية في السوق المالي التقليدي؟

وتظهر أهمية الدراسة: تقديم المساعدة للمؤسسات التي ترغب في بناء محافظ إسلامية وفق الضوابط الشرعية، أو تتبع مؤشرات مالية إسلامية[2] والتي تم بناؤه

---

[2] C:\Documents and Settings\nazal\My Documents\أخبار السوق المالي – اليوم__ داو جونز تطلق 4 مؤشرات إسلامية.htm

ومن المؤشرات داو جونز الإسلامي ويعد من المؤشرات اقتصادية حيث اعتمدت على أساس العمل المباح، والأسهم المدرجة بها حدّدت بناء على حجم رأس مال الشركة في السوق المالي، ومن ناحية أخرى فأنّ المؤشرات المالية التي تطرح في السوق المالي والتي تتضمن معلومات محددة بناء على المنسب المالية فهي لا تفرق بين الشركات لأن اعتمادها مبني على المفهوم الراسمالي، إن المفاجأة بسرعة حركة السهم والنشاط المفاجئ لسوق الأوراق المالية التقليدي، لا يعني أن السعر الموجود على شاشة موقع التداول أنه هو نفس سعر الشراء؛ لأن السوق تتغير بسرعة عالية جدا، وهذا يفرض أخذ الاحتياطيات اللازمة حتى لا يدفع المستثمر أكثر من السعر الحقيقي، حيث يقوم التسعير على تبادل الحقوق في الورقة المالية وليس على الأصول التي تظهر في الميزانية والتي تمثلها الورقة المالية، بينما تسعير الورقة المالية في السوق المالي الإسلامي يعتمد على مفهوم العائد الشرعي، والذي يعكس قيمة الأصول الحقيقية بربحها أو خسارتها.

وفق أعمال الشركات المدرجة في المؤشر مما لا تتعامل بالمحرم شرعا، حيث توضيح الفروقات بين تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي والسوق التقليدي والتي يترتب عليها الاختلاف في تقدير قيمة الأوراق المالية حتى وان كانت الشركات تطبيق ما هو مباح، وهذا إشارة لأهمية المعايير المحاسبية التي يتضح من خلالها حقيقة الربح المحقق وبالتالي صحة سعر الأوراق المالية المصدرة عن الشركات.

أهداف البحث: يهدف البحث لتوضيح ما يلي:

أ- مفهوم السوق المالي الإسلامي والمؤشرات المالية المتداولة.

ب-تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي.

ج- كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي.

ولتحقيق الأهداف عمد الباحث لتقسيم البحث كما يلي:

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي وتطبيقاته.

المطلب الثاني: تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

المطلب الثالث: كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي.

الدراسات السابقة:

أولا- بعض الدراسات هدفت لوضع تصور شامل للسوق المالي الإسلامي، فقد هدف السالوس، علي في بحثه" التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية" حيث ركز على المنهج التطبيقي للاستفادة من العقود كالبيع الآجل، والسلم والاستصناع وما يتعلق بهما من عقود موازية، وكذلك بحث الوعد بالبيع والصرف في إقامة السوق الإسلامية للسلع والعملات وفق الضوابط الشرعية، حيث استنتج أن تنوع

العقود وتوفر البديل الشرعي تسهل إقامة سوق مالية إسلامية، وقد أوصى بعقود مشروعة بديلة عن التعاملات المحرمة في السوق التقليدية[3].

ثانيا- هناك عدد من البحوث تبحث عن تحقيق مصالح المتعاملين من خلال موافقة أحكام الشريعة الإسلامية بوضع معايير لتطبيقها عمليا والتي تؤثر في تقييم أداء الشركات والرقابة عليها، ومن هذه الدراسات:

أ- فقد هدف فرح، عبد الفتاح محمد في بحثه:" **الميزانية وقائمة الدخل في شركة المضاربة- منظور محاسبي إسلامي**" لبحث اثر الضوابط الشرعية في إعداد ميزانية وقائمة الدخل للشركة المضاربة وأثر الضوابط في حساب الربح، واستنتج أنّ أثر الضوابط الشرعية سيحدث فرقا في اختيار السياسة المحاسبية لحساب الزكاة: إذ تعد الزكاة مال في الذمة يتم إخراجه إذا بلغ رأس المال والربح النصاب، كما تخصم ضمن النفقات في حساب الربح والخسارة قبل توزيع الأرباح، ولا تتأثر الزكاة بعد تقويمها إذا تغير المركز المالي للشركة، مما يدل على استقلال الفترة الضريبية [4].

ب- كما وضح الثبيتي، سعود في بحثه:" **القبض تعريفه -أقسامه-صوره- أحكامها**" الصور المستجدة التي يتم من خلالها قبض المبيع، والصعوبة في اعتماده وفق الضوابط الشرعية، ومن ذلك قبض الشيكات والأوراق التجارية وتظهيرها والقيد على الحساب، وخاصة إذا كان الثمن والمبيع من الأموال التي يدخل تأخير قبضها ربا النسيئة، وأثر ذلك على احتمال الوقوع في مخاطر اقتصادية، واستنتج أنّ الفقه الإسلامي يستوعب المستجدات لكنه لا يوافق على

---

3 السالوس، علي، 1994م، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، العدد8، ج2، ص487-511.

4 فرح، عبد الفتاح محمد، الميزانية وقائمة الدخل في شركة المضاربة- منظور محاسبي إسلامي،مجلة آفاق اقتصادية، العدد81، اتحاد غرفة التجارة والصناعة، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص24.

التعامل بها قبل أن تعرض على قواعد الفقه الإسلامي وأسسه العامة[5]، وهذا يعتمد عليه مدى صحة القبض الذي يجب تقييده في السجلات.

ج- وذكر بخيت، محمود، ذكر في بحثه:"**المواصفات القياسية الأردنية أهميتها وأحكامها في الشريعة وقانون المواصفات والمقاييس الأردنية رقم 15 لسنة 1994م**" باعتبارها ضابطا من ضوابط التصنيع والتبادل التجاري، والتي تسعى لتعزيز التعامل بين الأفراد والدولة على أساس من الوضوح والطمأنينة وتأكيدا على شمولية التشريع الإسلامي لاستيعاب القضايا المستجدة، ومن النتائج التي توصل إليها الباحث بأنّ المواصفات القياسية تضمن المحافظة على مصالح الأطراف المتعاملين، وتعد واجب ديني باعتبارها وسيلة لتحقيق العدالة من خلال حل المشكلات، لأنّ قيامها على أحكام الشريعة سيعطي للمواصفات الثقة والطمأنينة[6].

د- في حين ذكر عبدالله، أحمد في بحثه:" **فرص تطوير معايير موحدة للرقابة الشرعية للمصارف الإسلامية**" ما يشتمل عليه مفهوم المعيار، والمتمثل: بالمعايير المحاسبية، والمعايير الأخلاقية، والمتطلبات الشرعية التي تعني بوضع نماذج تقنينية لصياغ المعاملات الإسلامية الاستثمارية والتمويلية، مركزا على المتطلبات الشرعية لصيغ الاستثمار والتمويل من خلال ترجيح تقنين الصيغ بشرط إتباع قوة الدليل في الترجيح في المسائل الفقهية المختلف بها، ومناسبة الصيغة مع

---

[5] انظر: الثبيتي، سعود بن مسعد، 1990م، القبض تعريفه -أقسامه-صوره-أحكامها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، ج1، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، ص633.

[6] انظر: بخيت، محمود،2000م، **المواصفات القياسية الأردنية أهميتها وأحكامها في الشريعة وقانون المواصفات والمقاييس الأردنية رقم 15 لسنة 1994م**، مجلة جامعة جرش الأهلية،المجلد الخامس، العدد الأول، الأردن، ص9.

التطبيق العملي واقعيا، وتحقيق الصيغة المرونة لاستيعاب اختلاف الزمان والمكان[7].

هـ- وبيّن حمدان، مأمون في بحثه:" **نموذج مقترح للرقابة على عمليات البحث والتطوير ومعالجة نفقاتها في ظل معايير المحاسبة الدولية في المنشآت الصناعية**" حيث بحث الأسس اللازمة لتطبيق المعيار الدولي رقم 38، والذي يتعلق بضبط عمليات البحث والتطوير، والتي زادت المشكلة في صياغتها بسبب كثرة الآراء، وقد وجد أن هناك آثارا واضح على محاسبة عمليات التطوير المتكررة مما يصعب عرض العمليات والرقابة عليها، وقد اقترح حصر البيانات المتعلقة بعمليات التطوير والبحث خلال السنة المالية بما يحقق الانسجام مع المعيار الدولي رقم 38، من خلال وضع نماذج توضح البيانات التي تنسجم مع ما تفرضه معايير المحاسبة الدولية، لتسهيل تطبيقه[8].

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي والمؤشرات المالية المتداولة.

يمثل سوق الأوراق المالية وسيلة للحصول على السيولة النقدية كما يعد وسيلة للاستثمار، وتظهر ميزة السوق في سرعة التداول، وهذا يحتاج إلى رقابة وتابعة للتعاملات بما يتناسب مع سرعة التداول، ولتقريب ذلك تم وضع مؤشرات اقتصادية تقرب تحركات السوق وتبين مدى النمو أو الانكماش وأخرى مؤشرات

---

[7] انظر: عبدا لله، أحمد علي، 2002م، فرص تطوير معايير موحدة للرقابة الشرعية للمصارف الإسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد9 العددان 1-2 وانظر: حمدان، مأمون توفيق، نموذج مقترح للرقابة المحاسبية على عمليات البحث والتطوير ومعالجة نفقاتها في ظل معايير المحاسبة الدولية في المنشآت الصناعية، مجلة الإداري، السنة 26، العدد 96، ص 75.

[8] حمدان، مأمون توفيق،2004م، نموذج مقترح للرقابة على عمليات البحث والتطوير ومعالجة نفقاتها في ظل معايير المحاسبة الدولية في المنشآت الصناعية، مجلة الإداري، السنة 26، العدد 96.

مالية بقصد رقابة قوة أداء الشركة المالي على مستوى الشركة، وكلاهما يـؤثران في سعر الأوراق المالية المتداولة، ولأنّ السوق المالي يتعامل بأوراق مالية قائمة على عقود شرعية إسلامية كالبيع والمضاربة والمشاركة والإجارة، فانّ تقييمها يفرض تداولها وفق الضوابط الشرعية ومن ذلك صحة تقييمها بالقيمة الحقيقيـة، وهذا لا يتحقق إلا بالتقييم بناء على المفهوم الشرعي وليس العرف لارتباط صحة التقييم بثبوت الزكاة الواجبة وتقدير حجمها.

يعتبر السوق المالي[9] خطوة لتطوير الجهاز المالي في البلاد لأنـه يـساهم باستغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خـلال تجميـع المـدخرات المحليـة والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية، وبسبب الإعلان عن الأسـعار في السوق المالي فسيقل التكاليف الناتجة عن شركات الوساطة والتي تتسبب فـي تقلبات أسعار البيع والشراء بشكل كبير[10]. كما تعدّ وسيلة لتقديم الحلول للمشكلات التي تواجهها المؤسسات الإسلامية في تعبئة المدخرات وتوظيف الاستثمارات في

---

[9] يعرف السوق بشكل عام: بأنه أسلوب أو أداة لبيع وشراء الأصول بحيث يتم تبادل الأصول مقابل النقد، ولم يعد محصورا في مكان جغرافي معين. ويعرف السوق في الاقتصاد، بأنه: منطقة يتصل بها المشترون والبائعون، إما بطريق مباشرة أو عن طريق وسطاء بحيث أن السعر الذي يسود في أحد أجزاء السوق يكون لـه تأثيره في السعر السائد في أجزاء السوق الأخرى، مما يترتب عليه وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها بغض النظر عما يحدث من انحرافات عن الثمن والتي قد ترجع لاعتبارات محلية أو أسباب طارئة. ويقسم السوق المالي إلى ثلاثة أقسام: السوق المالي الأولي: وهو ضروري لإعطاء الموارد المالية لمن لهم القدرة على توظيفها بطريقة منتجة، والثاني هو السوق الثانوي: ومهمتها مساعدة المدخرين والمستثمرين في شركات توظيف الأموال على تسييل مدخراتهم عند الحاجة وعدم وجودها سيؤدي بالمدخرين للاحتفاظ بأرصدة كبيرة كاحتياطيات، والسوق الثالثة: السوق الموازي ، فقبل إدراج أسهم بعض الشركات وإقبال الجمهور على شرائها المستمر وتخوفا من ارتفاع سعرها بسبب المضاربات والضرر بالسوق وهي شركات حديثة، فيتم حماية المتعاملين من خلال نشر ميزانيتها وتخصيص فترة محددة كنصف ساعة لتداول الأسهم حتى تحقق الشروط للانتقال إلى السوق النظامي. إذ يتحدد مدى نجاح السوق بتحقيق الكفاءة بأن تعكس الأسعار جميع المعلومات المتعلقة بالسهم. إضافة لتحقيق السيولة من خلال سرعة بيع السهم وتحصيل النقود. وكذلك للمنافسة وإمكانية انتقال الأموال من سوق إلى آخر كالانتقال من الأسهم إلى صناديق الاستثمار إلى السلع والعقارات.

[10] الراوي، خالد وهيب، 2001م، إدارة العمليات المصرفية، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص39

المشاريع المنتجة، وتوزيع رأس المال على الأنشطة الاستثمارية في قطاعات السوق المختلفة وفي الآجال المختلفة، وهي متمثلة بما يلي[11]:

أ- إيجاد الطرق المناسبة لتوظيف السيولة الفائضة عن الحاجة في الشركات، حيث تعد البورصة الوعاء المتكامل للفائض من السيولة.

ب- إيجاد الطرق المناسبة لجمع رأس المال للمشاريع التي ترغب الشركات في تمويلها كطرح أسهم للمشاركة فيها.

ج- إيجاد الطرق المناسبة لتسييل الأصول التي تتكون منها المشاريع حسب حاجة الشركة وفي الوقت المناسب، بحيث يمكن بيعها متى شاء، حيث تسهل عمليات الاستثمار قصيرة الأجل، وتساعد على سرعة تداول الأوراق المالية وعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد.

د- تدوير رأس المال بما يتناسب مع خدمة أهداف التنمية.

هـ- مواجهة تطويع شريعتنا لمفاهيم ونظم غير إسلامية إرضاء لأصحاب رؤوس الأموال.

و- توعية المجتمع بمرونة العقود الإسلامية كي تستوعب كل زمان ومكان.

ز- تحقيق أهداف التنمية والتكامل بين الدول الراغبة في تطبيق السوق المالي الإسلامية، فلو نظرنا إلى السوق المالي لظهر مدى انعكاس التوسع في قطاعات السوق بناء على حجم التمويلات المخصصة لكل قطاع، كما يظهر في حال عدم شراء أسهم أي شركة ترغب بالاكتتاب وجود مشكلة في السيولة بحيث لا تحصل على السيولة في الوقت المناسب وبالتالي ارتفاع مخاطرها، وكلما زادت أزمة التمويل لتشمل قطاعا كاملا كلما ظهرت بوادر أزمة التمويل في القطاع ثم تنعكس بحصول أزمة اقتصادية، والتي يترتب عليها الانكماش الاقتصادي وزيادة البطالة.

---

[11] حطاب، كمال، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، ص8، وانظر: مجلة مجمع الفقة الإسلامي، 1994م، الدورة الثامنة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي العدد الثامن الجزء الثاني، ص 382، والمناقشات ص517 – 563.

وما يدعم تحقيق المصلحة الخاصة والمصلحة العامة إتباع ضوابط الشريعة الإسلامية في السوق المالي حيث تمنع البيع على المكشوف والبيع الوهمي وما يتعلق بالمضاربة بالمشتقات لما تؤدي للغرر والغبن، لذلك تظهر الأوراق المالية المتداولة في أحد الصور التالية[12]:

أ- الأسهم وفق الشروط المشروعة بأن تكون في مشاريع مباحة.

ب- **صكوك**[13] **الإجارة:** يمثل حامل الصك ملكية جزء شائع من العين المؤجرة، وتقدم لصاحب الصك عائد ثابت من نصيبه في أقساط الإجارة، لذلك ليس هناك حاجة للتعامل بالصكوك ذات الفوائد الربوية المقدمة بعائد ثابت محدد مقدما، حيث تطرح بقصد استكمال جمع رأس المال اللازم لشراء العين وتأجيرها تأجيرا تشغيليا للشركات الصناعية مقابل الأجر، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك أو تقوم بتقديمها كصكوك تأجير منتهية بالتمليك يحصل حامل الصك على عائد من أقساط الإجارة إضافة لرد جزء من قيمة العين مقابل التنازل عنها عند تمليكها للعميل.

ج- **صكوك المشاركة:** تطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصة في رأس مال شركة وتكون مؤقتة بمشروع معين أو بمدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شائع من صافي أصول الشركة وحق في الربح المتحقق حسب النسبة المتفق عليها بين الشركاء، والخسارة يتحملها الشركاء كلّ حسب

[12] انظر: السعد، أحمد، 2008م، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، اربد، الأردن، ص 77-85

[13] الصك: هي شهادات أو وثائق أو صكوك تصدر باسم المكتتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، وهي تمثل حصصا شائعة في رأس المال وتكون متساوية القيمة وقابلة للتداول ولمالكها حقوق وواجبات خاصة ضمن ضوابط الاستثمار والتداول الإسلامية، والصكوك الإسلامية لها ضوابط عامة تتمثل بملكية حصص شائعة من الأصول، واستحقاق الربح وفق الاتفاق وتحمل الخسارة دون تعد أو تقصير حسب حجم الحصة المشاركة في رأس المال، كما يستند الصك على عقد من العقود الشرعية كالبيع أو الإجارة، وانتفاء ضمان الربح لأحد الشركاء، كما يتأثر بضوابط العقد الذي سيتم من خلاله تمويل المشروع.

حصته من رأس المال، ويمكن تداول هذه الصكوك بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.

د- **صكوك المضاربة:** حيث يحصل حملة صكوك المضاربة على جزء من الربح مقابل تمويلهم المشروع، والمضارب وهو مدير العمليات يحصل على جزء شائع من الربح يكون متفقا عليه بين الشركاء، أما الخسارة دون تعدّ فيتحملها الشركاء دون مدير العمليات كلّ حسب حصته من رأس المال ويمكن تداول هذه الصكوك بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.

هـ- **صكوك المرابحة:** وتطرح لجمع رأس المال لتمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل البنك بتكلفة الشراء مضافا إليها ربحا متفق عليه عند التعاقد، ويكون لحملة الصك الحق في المبالغ المحصلة من العميل، إضافة للربح المحدد في العقد، لكن لا يمكن تداول هذه الصكوك في السوق (تسييلها) لأنها تعد دين فلا يجوز بيع الديون إلى آخرين.

و-**صكوك السلم:** تطرح لجمع مبلغ لتسليمه معجلا إلى مورد سلع لتأمين شراء السلع في وقت تكون فيه رخيصة، حيث يقوم بشراء السلعة على أن يسلمها بعد مدة من الزمن عادة ما تكون فيه السلعة في سعر مرتفع، ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلعة من المورد، وبيعها إلى آخر، ثم تصفى الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي إضافة إلى الربح الناتج عن بيع السلعة، وهذه الصكوك لا يجوز تداولها (تسييلها) لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية، ولأنها تمثل ديونا على المشتري لا يجوز بيعها.

ز- صكوك الاستصناع: تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، ويتمثل حق صاحب الصك بما دفعوه من مال ثمنا لاستصناع المنتج، إضافة للربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمن البيع، ولا يجوز تداولها (تسييلها) لأنه لا

يجوز بيع المنتج المصنع قبل قبضه من ناحية، ولأنها تمثل ديونا على المشتري لا يجوز بيعها.

وبالنظر إلى هذه الصكوك يلاحظ ارتباطها بإشباع حاجة إضافة لربطها هذا الإشباع بالضوابط الشرعية، وكما أنّها قد تصدر عن مؤسسة استثمارية أو مصرف فهي قد تصدر عن الحكومات ومنها ما صدر عن البحرين[14].

والتصكيك: يمثل عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أدوات قابلة للتداول في سوق المال لكنها تخضع الى الضوابط الشرعية، ولذلك لا يمكن قبول تصكيك الديون بقصد تداولها بعائدات، ولذلك صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بتحريم صك الديون إلى صكوك ربوية بقصد تداولها وهذا فيه مشاركة في تفعيل التنمية بمنع آثار الربا السلبية وإيجاد الوسائل البديلة. ولو نظرنا إلى أثر الربا على الإنتاج لاتضح غلاء أسعار السلع التي ينتجها المقترض، إذ يضيف فائدة القرض الربوي إلى رأس المال الإنتاجي، وقد يؤدي رفع السلعة إلى نقص الطلب فيبقى فائض من السلع المنتجة دون تصريف مما سيؤدي لخفض أجور العمال أو الاستغناء عن بعضهم لاستيعاب هذه المشكلة، ولذلك يحرّم كل وسيلة للتعامل بالربا، كالتورّق ببيع العينة: بأن يشتري سلعة من شخص مؤجلة على أن يبيعه

[14] محيسن، فؤاد، 2006م، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات، رسالة دكتوراه، قسم المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ص 105-106، وقد عرّفت: بأنها أداة مالية تمثل أصولا في أصول حكومية تصدرها مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع ولتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة، وتقوم حكومة البحرين بموجب هذا الإصدار بطرح تلك الموجودات على المستثمرين لشرائهم لها، ثم تأجيرها للحكومة بقسط تأجيري بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك، بحيث توعد حكومة البحرين بإعادة شراء تلك الموجودات المؤجرة في نهاية مدة الإصدار بثمن يمثل القيمة الأصلية التي اشتريت بها.

إياها مقابل ثمن أقل معجلا[15]، حيث القصد من العملية تحصيل السيولة النقدية وليس عملية الشراء.

إن النظرة إلى التطبيقات وفق أحكام الشريعة الإسلامية هي نظرة شمولية تشمل الأفراد والدولة والمجتمع بحيث يتحقق التوازن بين مصالحهم، ويترتب على ذلك التعرف على قدرات السوق المالي بمراعاتها متطلبات التعامل مع المستجدات الطارئة في السوق بشكل عام بحيث تكون قادرة على استيعاب حجم التبادلات بكفاءة وبواقعية، كما يفترض أن تستجيب السوق المالية لمتطلبات التداول الشرعية من جميع المتعاملين في السوق وفي نفس الوقت أن لا تتعارض مع القانون الذي يحدّد الحقوق والواجبات.

المطلب الثاني: تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

يرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة: الاهتمام بالسوق المالي من باب إقامة الواجب في حفظ المال، وتنميته، مع مراعاة بذل الجهود الفقهية والاقتصادية لوضع آليات للتعامل بالسوق وفق الضوابط الشرعية مستندة إلى المصالح المرسلة دون مخالفة نص أو قاعدة شرعية.

ويترتب على ذلك أن يتم تسعيره وفق آلية شرعية تختلف عن تسعير الأوراق المالية في السوق التقليدية، حيث تعتمد مفهوم الفائدة الربوية بما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود بتقدير قيمة الصكوك أو الأسهم، ولأنّ السوق الإسلامية تخضع للضوابط فلابد من آلية لتقدير قيمتها الحقيقية، وهذا يعيد الأمر إلى مفهوم تقييم الأشياء من الوجهة الشرعية، والتي تتضمن مفهوم ضوابط استحقاق العائد من خلال ما يلي:

---

[15] انظر: العزيزي، محمد رامز، 2008م، مشروع إنشاء بنك إسلامي لا يقوم على الحيل الربوية والمخالفات الشرعية، ط1، عمان، الأردن، ص112- 113، ص178.

أ- العمل والتنظيم: وتكاليفه الأجر أو العمولة أو نسبة من الربح بحيث يراعى سلامة رأس المال قبل تقسيم الربح بحسب الاتفاق[16]

ب- رأس المال[17]: ويقسم نماؤه كما يلي:

1- الربح: بالمشاركة بالنقد في الشركات، أو الزيادة في قيمة بيع السلعة عن ثمن تكلفتها بقصد التجارة.

2- الغلة: وهي ارتفاع قيمة عروض التجارة دون بذل جهد في البيع، أو ما يتجدد في العروض التجارية مثل زيادة صوف الغنم من الغنم، أو ولادة الأنعام المعروضة للبيع.

3-الزيادات الرأسمالية : وهي الزيادات في ثمن الأرض والعقارات والآلات بأكثر من سعر شرائها.

ج - **تحمل المخاطرة:** للقاعدة الفقهية: "الخراج بالضمان"[18]: أي الكسب بالمخاطرة، التي يطلق عليها تحمل الضمان في الفقه، ويظهر الاختلاف بقوله: "المُخاطرةُ مُخاطرتان: فمخاطر التجارة وهي: أن يشتري السلعة بقصد أنْ يبيعها ويربح، ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني: الميسر ---- فهو الذي حرّمه الله تعالى ورسوله، ----- بخلاف التاجر الذي اشترى السلعة، ثم بعد هذا نَقَصَ سعرها، فهذا من الله سبحانه وتعالى ليس لأحد فيه حيلة"[19]، وهذا يوضح وجود ضوابط لاعتبار الخطر وسيلة تحقيق

---

16 السرخسي، شمس الدين،1993م، **المبسوط**، دار المعرفة للطباعة والنشر، بيروت، لبنان ج 11/ ص166، لقوله " ولا يظهر الربح إلا بعد وصول كمال رأس المال إلى رب المال" مما يوضح أهمية قياس التكلفة.

17 عطية، محمد كمال، 1989م، **نظم محاسبية في الإسلام**، ط2، الناشر مكتبة وهبة، القاهرة، ج.م.ع. ص 135.

18 روى الترمذي،أبو عيسى محمد بن عيسى بن سورة، **سنن الترمذي**، تحقيق وتخريج محمد فؤاد عبد الباقيدار الكتب العلمية، بيروت، لبنان،ج 3/ ص582، عن عائشة رضي الله عنها أن رسول الله- صلى الله عليه وسلم قضى أنَّ الخراج بالضمان، وقد خرجه الترمذي بأنّه: حديث حسن صحيح ، ومنه القاعدة الفقهيّة: الخراج بالضمان، ويقصد في الخراج، الدخل والمنفعة يكون بتحمل المخاطر.

19 الجوزية، ابن القيم، 1994م، **زاد المعاد في هدى خير العباد**، ط27، تحقيق شعيب الأرنؤوط وعبد القادر الأرنؤوط، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ج5/ ص816.

العائد، كما يتوجب حفظ الأموال من خلال قدرة الشركة على إدارة المخاطر بما يمنع التقصير والتعدي.

ولو نظرنا إلى تقيم العائد تبعا لما سبق لاتضح أنّ هناك ضوابط لتقييم سعر الأسهم والصكوك في السوق المالي الإسلامي، وهنا يظهر سعرها الحقيقي، مثال: أسهم شركة لاستخراج الفوسفات، فانّ قيمة الورقة المالية من صكوك أو أسهم سترتفع كما يلي:

1- ارتفاع هامش الربح على المبيعات بسبب الطلب.
2- زيادة قيمة المعدات أو عقد الاستخراج.
3- زيادة العائد الناتج عن تحمل المخاطر بسبب تغير سعر الصرف بقبض الثمن مؤجلا، أو زيادة قيمة السلع البديلة كالبوتاسيوم في تصنيع المنتجات الزراعية.

المطلب الثالث: كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

تقسم السوق المالي إلى سوق نقدية تتضمن تبادل العملات تبعا لأسعار الصرف، وسوق سلعية لتبادل السلع كالسكر، وسوق رأس المال بقصد طرح إصدارات جديدة ويطلق عليها السوق الأولية وأخرى يجري التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها ويطلق عليها السوق الثانوية، وهذا يعني أنّ هناك طرفان سيتفاوضان على تحديد سعر ما سيتم تداوله، وهما:

أ- المشتري: ويُمثل السعر القيمة التي يكون على استعداد لدفعها ومبادلتها مع مجموعة المنافع المرتبطة بانتفاعه مما يشتريه [20].

ب- البائع: ويُمثل السعر القيمة التي يكون على استعداد لقبولها ومبادلتها مع مجموعة المنافع المرتبطة بانتفاعه من البيع.

---

[20] معلا، ناجي، 2001م، **الأصول العلمية للتسويق المصرفي**، ط2، مطابع الصفوة، عمان، الأردن، ص161.

ولأن الأوراق المالية تعكس قيمة أصول الشركات التي تطرحها فقد ظهرت أهمية تسعير الأوراق المالية بوضع سعر عادل لما يلي:

أ- ينظر إلى الأسعار اقتصادياً بأنّها المحدّد الأساسي لمستوى المبيعات من المنتجات، وعلى المستوى الحكومي، فان أسعار المنتجات تخضع للمراجعة الدائمة بسبب تأثر الأسعار بالتضخم مما تتأثر رفاهية المواطنين، كما يؤثر السعر على الربحية حيث يحدد السعر مدى تحقيق العائد، وحساب الربح[21].

ب- السعر أحد العوامل المؤثرة في تحليل العملاء لتكلفة ومردود البدائل المتاحة وتقييمه، ويعتبر أحد المدخلات في تحليل المخاطر المرتبطة بكل بديل استثماري[22].

ج- كما يعتبر السعر مؤشراً على قوة الأداء المالي للشركة.

وتحديد سعر الورقة المالية (أسهم وصكوك) يحكمها تحقيق العائد من المصادر المعتبرة شرعا والتي سبق الإشارة لها، الذي يختلف باختلاف نوع العقود الإسلامية التي تتضمنها الورقة المالية وذلك تبعاً للأمرين التاليين:[23]

أولاً- يتطلب تعدد صيغ مضمون الورقة المالية أسساً محاسبية لقياس العائد من كل نوع، إضافة للأسس المحاسبية الإسلامية العامة.

ثانياً- تأثره باختلاف نشاط الشركة التي تصدرها ومدى نمو القطاع الذي تعمل به كالصناعي, والتجاري, والسياحي, والزراعي والنقل, والإنشاءات يسبب

---

[21] الحداد ، عوض بدير، 1999م، **تسويق الخدمات المصرفية**، دار البيان للطباعة والنشر، ط1، القاهرة، ج.م.ع، ص 206

[22] معلا , **الأصول العلمية للتسويق المصرفي**،مرجع سابق، ص ص 12 و121 و182 و الصميدعي، محمود جاسم، 2001م، **التسويق المصرفي- مدخل استراتيجي كمي تحليلي**، ط1، دار المناهل، عمان، الأردن، ص ص 215-219.

[23] النجار، أحمد، 1989م، المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية في تطبيق الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، الأردن، ص 27.

اختلافاً في توقيت تحقيق النماء وتحصيله وبالتالي توقيت تحقق الربح وتوزيعه.

ثالثا- قرار تحديد السعر يحدّد مدى تعظيم قدرة البائع والمشتري على الاستفادة مما تتيحه البيئة من فرص وتفادي التهديدات[24]، فالسعر العادل هو الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعا لمستوى المخاطر والعائد الذي يتوقع تحقيقه، والعائد السائد في السوق.

النتائج:

بناء على الدراسة يتضح ما يلي:

أولا- صحة تقييم الأوراق المالية في السوق المالي تعكس حقيقة الاستثمار، وهو من باب إقامة الواجب في حفظ المال، وترتيب الحقوق عليه باستحقاق العائد والزكاة، كما يعكس المستوى الحقيقي للنمو الاقتصادي بشكل عام.

ثانيا- أنّ هناك فروقا في تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي عن السوق التقليدية وتتمثل بما يلي:

أ- يعتمد تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي على مفهوم العائد الشرعي وهذا يرتبط بقيمة الأصول الحقيقية والتي تتأثر بالمخاطر، والطلب والعرض، في حين أن تسعير الأوراق المالية في السوق التقليدية قائم على مفهوم الفائدة والتي ترتبط بالقيمة الزمنية للنقود.

ب- هناك ضوابط شرعية تحكم صحة التسعير بسبب ضبط التعامل بالأوراق المالية تبعا لنوع العقد الذي تمثله كالبيع والإجارة والمشاركة والمضاربة بما يكفل تحقيق مصلحة المتعاملين.

[24] عوض، محمد أحمد، 1999م، **الإدارة الإستراتيجية الأصول والأسس العلمية**، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، ج.م.ع، ص11، ص 3.

ثالثا- الذي يميز كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي عن تسعير الأوراق المالية في السوق المالي التقليدي هو ارتباط قيمة الورقة المالية بقيمة الأصول التي تمثلها، والتي يفترض حسابها عند البيع حيث يتضح مدى ربحها أو خسارتها، وهي بذلك أضمن بتحديد السعر الحقيقي.

التوصية:

بناء على الاستنتاجين السابقين، يوصي الباحث عند التعامل بالسوق المالي الإسلامي أن يعتمد في حساب قيمة الورقة المالية وفق المفهوم الشرعي للوصل لكفاءة التسعير، مراعيا في ذلك اختلاف نوع العقد الذي تمثله الورقة في الصكوك، واختلاف قيمة الأصول الإنتاجية، بدلا من تقييم أداء الشركة المالي وفق المؤشرات المالية والتي تضمن فقد تقديم جزء من المعلومات وقد تكون مضللة بسبب اختلاف المعايير المحاسبية، ولذلك نوصي بمزيد من الدراسة للوصول إلى نموذج مناسب لتسعير الأوراق المالية بكفاءة، بتوجيه الدراسات في هذا الاتجاه بدلا من تقديم المعلومات وفق مؤشرات مالية تعتمدها هيئة رقابة سوق المال والتي يمكن أن تضلل بالسياسة المحاسبية المعتمدة أو معاييرها المتعددة.

المراجع:

1- بخيت، محمود،2000م، **المواصفات القياسية الأردنية أهميتها وأحكامها في الشريعة وقانون المواصفات والمقاييس الأردنية رقم 15 لسنة 1994م**، مجلة جامعة جرش الأهلية،المجلد الخامس، العدد الأول، الأردن.

2- الترمذي،أبو عيسى محمد بن عيسى بن سورة، **سنن الترمذي**، تحقيق وتخريج محمد فؤاد عبد الباقيدار الكتب العلمية، بيروت، لبنان.

3- الثبيتي، سعود بن مسعد، 1990م، القبض تعريفه -أقسامه-صوره-أحكامها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، ج1، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية.

4- الجوزية، ابن القيم، 1994م، **زاد المعاد في هدى خير العباد**، ط27، تحقيق شعيب الأرنؤوط وعبد القادر الأرنؤوط، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان.

5- الحداد ، عوض بدير، 1999م، **تسويق الخدمات المصرفية**، دار البيان للطباعة والنشر، ط1، القاهرة، ج.م.ع.

6- حطاب، كمال، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، ص8، وانظر: مجلة مجمع الفقة الإسلامي، 1994م، الدورة الثامنة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي العدد 8، ج2.

7- حمدان، مأمون توفيق، نموذج مقترح للرقابة المحاسبية على عمليات البحث والتطوير ومعالجة نفقاتها في ظل معايير المحاسبة الدولية في المنشآت الصناعية، مجلة الإداري، السنة 26، العدد 96.

8- الراوي، خالد وهيب، 2001م، إدارة العمليات المصرفية، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

9- السالوس، علي، 1994م، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، العـــدد8، ج2.

10- السرخسي، شمس الدين،1993م، **المبسوط**، دار المعرفة للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.

11- السعد، أحمد، 2008م، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، اربد، الأردن.

12- الصميدعي، محمود جاسم، 2001م، **التسويق المصرفي- مدخل استراتيجي كمي تحليلي**، ط1، دار المناهل، عمان، الأردن.

13- عبدا لله، أحمد علي، 2002م، فرص تطوير معايير موحدة للرقابة الشرعية للمـــصارف الإســـلامية، مجلـــة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد9 العددان 1-2.

14- العزيزي، محمد رامز، 2008م، مشروع إنشاء بنك إسلامي لا يقوم على الحيل الربوية والمخالفات الشرعية، ط1، عمان، الأردن.

15- عطية، محمد كمال، 1989م، **نظم محاسبية في الإسلام**، ط2، الناشر مكتبة وهبة، القاهرة، ج.م.ع.

16- عوض، محمد أحمد، 1999م، **الإدارة الإستراتيجية الأصول والأسس العلمية**، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، ج.م.ع.

17- فرح، عبد الفتاح محمد، الميزانية وقائمة الدخل في شركة المضاربة- منظور محاسبي إسلامي،مجلة آفـــاق اقتصادية، العدد81، اتحاد غرفة التجارة والصناعة، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

18- محيسن، فؤاد، 2006م، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات، رسالة دكتوراه، قسم المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

19- معلا، ناجي، 2001م، **الأصول العلمية للتسويق المصرفي**، ط2، مطابع الصفوة، عمان، الأردن.

20- النجار، أحمد، 1989م، المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية في تطبيق الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، الأردن.